

Energetika | Aktualizace | Česká republika |

ČEZ

Ponecháváme doporučení *Koupit* a zvyšujeme cílovou cenu na 717 CZK

Koupit

Cena 10.06.19	536 CZK
12m cíl	717 CZK
Pot. růst ceny	33,8 %
Dividenda	24 CZK
Celkový výnos	38,2 %

Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

Typ investice

Expozice vůči cenám komodit

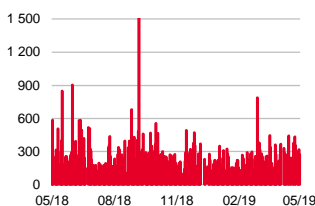
Vysoký dividendový výnos

Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

Investiční doporučení: Potvrzujeme naše doporučení *Koupit* s novou cílovou cenou na 717 CZK (620 CZK v naší předchozí analýze). Loňský rok byl posledním rokem dlouhodobého propadu ziskovosti. Očekáváme, že vyšší realizační ceny elektřiny povedou k opětovnému nárůstu. V dlouhodobém horizontu pak vidíme potenciál pro jejich další růst díky omezování přebytku emisních povolenek a snižování výrobních kapacit konvenčních zdrojů v Německu. Očekáváme plné využití jaderných zdrojů s minimálními odstávkami na běžné opravy a doplňování paliva a intenzivnější využívání modernizovaných uhelných elektráren. Na základě nové strategie managementu by měl výrazněji růst podíl vyrobené elektřiny v OZE. Investice by měly směřovat především do nové teplárny v Mělníku, distribuce a obnovitelných zdrojů v České republice. Jednorázové faktory v prognóze neuvažujeme, za nejpravděpodobnější, které se mohou v letošním roce objevit v hospodářských výsledcích, lze považovat prodej bulharských aktiv a rozhodnutí ve sporu se SŽDC. Strategie firmy ale počítá s prodejem dalších aktiv v Rumunsku, Turecku a Polsku. Management se tak chce stáhnout z neperspektivních regionů a zaměřit svoje aktivity na Českou republiku, popř. ESCO služby i v Německu. Dividendová politika firmy byla mírně poupravena, když rozmezí výplatního poměru bylo zúženo na 80 až 100 % očištěného čistého zisku. V horizontu naší prognózy počítáme s výplatou dividendy na horní hraně tohoto pásma. Naše analýza nepočítá s mimořádnou dividendou, ale po nedávných komentářích managementu jí dáváme velkou šanci. Na naše ocenění firmy by však měla minimální dopad.

Ocenění akcií jsme provedli na základě modelu diskontovaného volného cash flow. Fair value jsme odhadli na úrovni 696 CZK, cílová cena je pak stanovena o 3 % výše na 717 CZK kvůli sektorovému doporučení *Nadvážit*. Akcie je obchodována na násobcích 2019 P/E 15,2x vs. západoevropské utility 16,2x (celá Evropa 14,6x), 2019 EV/EBITDA 7,6x vs. 8,3x (6,9x) s dividendovým výnosem 4,4 % vs. 4,5 % (4,1 %).

Hlavní rizika: Z pohledu provozu považujeme za největší riziko neplánované odstávky jaderných elektráren, které by vedly k nutnosti zajistit dodávky elektřiny z emisních zdrojů, což by si vyžádalo nákup emisních povolenek za výrazně vyšší cenu. Propad cen elektřiny by měl dopad na výsledky až v delším horizontu vzhledem k zajištěným prodejmům.

Data o akciích				Finanční data				2018				2019f				2020f				2021f				Poměrové ukazatele				2018				2019f				2020f				2021f							
RIC CEZsp.PR				Bloom CEZ CP				Výnosy (mld. CZK)				184,5				208,1				230,3				237,0				P/E (x)				21,8				15,2				11,4				10,4			
52týdenní rozmezí				514 - 585				EBITDA marže				26,9				28,0				29,1				29,7				Price/free cash flow				17,1				17,8				11,8				10,9			
Tržní kap. (mld. CZK)				288,4				Čistý zisk (mld. CZK)				10,5				18,5				24,9				27,2				Dividendový výnos (%)				6,2				4,4				6,5				8,7			
Tržní kap. (mld. EUR)				11,3				Zisk na akcii (CZK)				24,5				35,6				47,5				51,8				Price/book value (x)				1,2				1,2				1,2				1,2			
Volně obchod. (%)				30				Dividenda na akcii (CZK)				33,0				24,0				35,0				47,0				P/S (x)				1,6				1,4				1,3				1,2			
Výkon (%)				1m 3m 12m				Úrokové krytí (x)				4,1				4,1				8,8				10,7				EV/S (x)				2,4				2,1				1,9				1,9			
Akcie				2,4 -1,8 -5,0				Výplatní poměr (%)				85,2				98,0				98,4				98,9				EV/EBITDA (x)				9,0				7,6				6,6				6,3			
Relativně k PX				2,4 -0,7 -2,5				Čistý dluh / vl. kapitál (x)				0,7				0,6				0,6				0,6				EV/IC (x)				1,2				1,1				1,1				1,1			

Zdroj: Bloomberg

Poslední analýza a komentář:

http://bit.ly/CEZ_1806updhttp://bit.ly/CEZ_Q119reshttp://bit.ly/CEZ_1905flahttp://bit.ly/CEZ_1905fla2

Očekávané události: 26. června se koná valná hromada. Poslední obchodní den s nárokem na dividendu by měl být stanoven na 28. června. Výsledky hospodaření za Q2 19 budou zveřejněny 13. srpna.

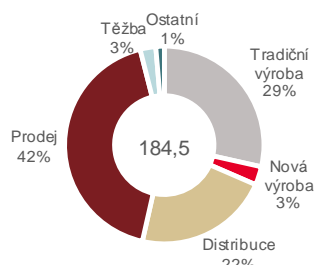
SOCIÉTÉ
GENERALE
GROUP

Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz

Základní přehled o společnosti

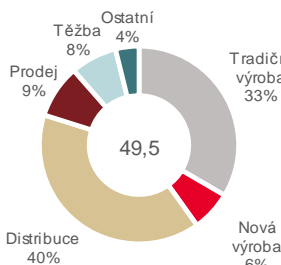
Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> Silné postavení společnosti v rámci celé Evropy Vertikální integrace od těžby uhlí, přes výrobu elektřiny až po její distribuci Široké portfolio výrobních zdrojů Poskytování služeb v oblasti energetických úspor a chytrých řešení (ESCO služby) Relativně stabilní tržby a ziskovost díky distribuci 	<ul style="list-style-type: none"> Vliv státu a politických rozhodnutí na hospodaření společnosti Méně efektivní provoz některých uhelných elektráren Přísná státní regulace výrobního i distribučního procesu Chybějící transformace společnosti
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> Rozšiřování okruhu zákazníků s nabídkou dodávky plynu Dividendová politika s vidinou výplaty mimořádné dividendy Dotace z Modernizačního fondu na investice do OZE Divestice v jihovýchodní Evropě Zefektivnění fungování trhu s emisními povolenkami Rostoucí ceny emisních povolenek s pozitivním dopadem na ziskovost firmy díky očekávanému poklesu jejich potřeby Zavírání jaderných a uhelných elektráren v západní Evropě Soudní spor s OTE o částku 7,7 mld. CZK 	<ul style="list-style-type: none"> Výstavba nového jaderného bloku bez státních garancí Nižší podpora výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů Vyšší potřeba emisních povolenek v případě výpadku výroby z bezemisních zdrojů Zrušení probíhajícího prodeje bulharských aktiv Soudní spor se SŽDC a riziko vrácení již obdržené platby ve výši 1,14 mld. CZK Sektorové zdanění popř. jiná forma odvodu do státního rozpočtu nebo specializovaného fondu

Tržby podle segmentů (2018)

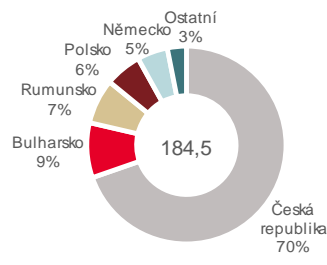


* údaje v mld. CZK

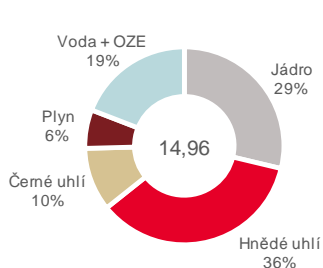
EBITDA podle segmentů (2018)



Tržby podle regionů (2018)

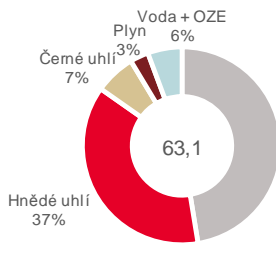


Instalovaná kapacita podle paliva (2018)



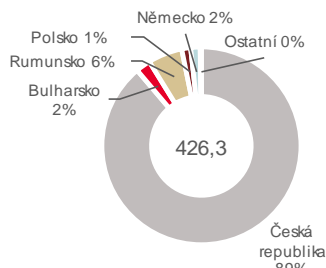
* údaj v GW
Zdroj: ČEZ

Výroba elektřiny podle paliva (2018)



* údaj v TWh

Dlouhodobá aktiva podle regionů (2018)



* údaj v mld. CZK

Trendy v sektoru

Ceny silové elektřiny

Ceny silové elektřiny v září loňského roku dosáhly 7letého maxima a opětovně se k rekordu přiblížily na konci 2018. Tehdy se forwardové ceny s dodávkou německé elektřiny za rok dostaly přes hranici 55 EUR/MWh. Od začátku roku se drží v koridoru 45 až 52 EUR/MWh. Kolegové ze Sociétés Générale očekávají, že cena elektřiny se bude postupně posouvat výše. V ročním horizontu odhadují její zdražení až k úrovním přesahujícím 62 EUR/MWh.¹ Důvodem by měl být očekávaný růst emisních povolenek a uzavírání jaderných a uhelných elektráren v Německu.

Emisní povolenky

Cena emisní povolenky v průběhu druhého čtvrtletí letošního roku vystoupala nad hranici 25 EUR za jednu tunu emisí CO₂, což je spodní úroveň pásma umožňující přesun výroby elektřiny od nejméně efektivních uhelných elektráren do nejvíce efektivních plynových zdrojů. Letos byla zavedena tzv. rezerva tržní stability (MSR), která by měla udržovat přebytek povolenek na trhu v rozmezí 400 až 833 milionů, což je úroveň, při které by měl trh začít fungovat řádným způsobem. Na základě dat Evropské komise aktuální přebytek činí 1,7 miliardy. V souladu s platnou evropskou legislativou tak bude od září 2019 do srpna 2020 snížen počet povolenek dražených v primárních aukcích jednotlivými členskými státy EU o 397,2 milionů.² Cílovaného rozmezí bychom se měli dle našich předpokladů dočkat v roce 2021. Do budoucna tak předpokládáme pokračující růst cen emisních povolenek. Tím by se měla obnovit motivační funkce systému pro investice do omezování produkce emisí. V horizontu jednoho roku očekáváme nárůst ceny emisní povolenky ke 40 EUR/t.³ Růst cen povolenek by se současně měl promítnout i do vyšších cen silové elektřiny.

Uzavírání elektráren

Ve střednědobém horizontu může ceny elektřiny tlačit vzhůru i potenciální nedostatek konvenčních zdrojů v Německu, které plánuje do roku 2022 uzavřít veškeré jaderné zdroje o kapacitě 9,5 GW. Kromě toho německá uhelná komise doporučila zastropovat výrobní kapacitu uhelných elektráren od konce roku 2022 na 30 GW, tedy 15 GW pro černouhelné a 15 GW pro hnědouhelné zdroje. Nejpozději do konce roku 2038 by pak Německo mělo přestat používat energii vyrobenou z uhlí. Kapacita německých konvenčních zdrojů by tak v roce 2023 měla klesnout o 28 %.

Obnovitelné zdroje v zemi vloni vygenerovaly přes 40 % celkové elektřiny. Na druhou stranu obnovitelné zdroje nejen svou kapacitou ale hlavně výrobou nemusí být schopny plně kompenzovat razantní snížení kapacity konvenčních zdrojů. V loňském roce se v zemi výrazně propadla výstavba větrných elektráren. Zatímco v letech 2014-2018 činil roční přírůstek až 6 GW instalovaného výkonu, v loňském roce se výstavba větrných elektráren propadla o cca 47 % na 3,7 GW.⁴ Nedostatek výrobních kapacit by tak mohl přinést tlak na růst cen silové elektřiny ve středně až dlouhodobém horizontu.

Poptávka

Velmi mírná zima se projevila na poklesu cen komodit vstupujících do výroby elektřiny. Například cena uhlí od svého říjnového maxima klesla o 36 %. V období vrcholící zimní sezóny byly

Reforma systému obchodování s povolenkami CO₂ by měla přinést růst jejich cen.

Kapacita německých konvenčních zdrojů by se měla v roce 2023 snížit o 28 %.

Poptávka zůstává bez výraznějšího vlivu na cenu elektřiny.

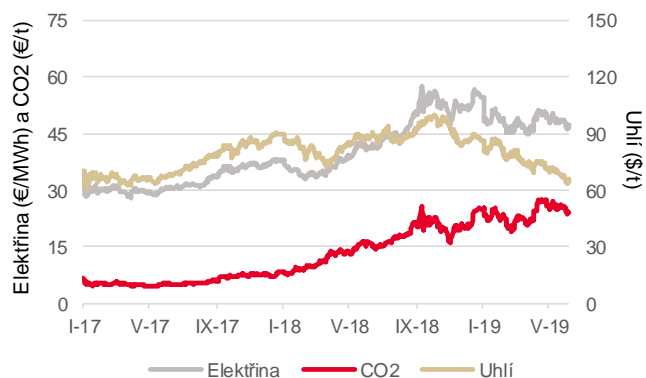
¹ Analýza Sociétés Générale: Commodities Outlook – Hanging by a thread vydaná 4. června 2019 v 16:02 CET

² Evropská směrnice říká, že pokud je přebytek na trhu vyšší než 833 mil. povolenek, je v období 2019 až 2023 do MSR staženo 24 % přebytku, respektive 12 % přebytku po roce 2023. Je-li počet povolenek v oběhu nižší než 400 mil., je z MSR do primárních aukcí uvolněno o 100 mil. povolenek více.

³ Analýza Sociétés Générale: Commodities Outlook – Hanging by a thread vydaná 4. června 2019 v 16:02 CET

⁴ <https://oenergetice.cz/vetrne-elektrarny/nove-instalace-nemeckych-onshore-vetrnych-elektraren-se-vyrazne-propadly/>

zároveň k dispozici neobvykle vysoké zásoby plynu v Evropě. Ani z dlouhodobějšího pohledu však nečekáme výrazný vliv poptávkové strany na cenu elektřiny, když předpokládáme pouze mírný nárůst spotřeby elektřiny. V dlouhém horizontu budou působit dva protichůdné faktory. Na jedné straně úsporná řešení budov, továren atd. a na druhé elektrifikace dopravy.

Cena uhlí (\$/t), CO₂ (€/MWh) a německé elektřiny (€/MWh)

Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Commodities, publikace Commodities Outlook – Hanging by a thread vydaná 4. června 2019 v 16:02 CET

Pokles německých konvenčních zdrojů do roku 2023

Installed capacity (MW)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Lignite	21,033	21,033				15,000	15,000
Nuclear	10,799	9,515		8,113		4,055	0
Hard coal	25,341	24,482				15,000	15,000
Gas	29,789	29,767				29,767	29,767
Oil	4,474	4,433				4,433	4,433
Total conventional	91,436	89,210				68,255	64,200
			vs. 2018			-23%	-28%
Wind - onshore	50,291	52,444					
Wind - offshore	5,427	6,396					
Hydro	11,315	11,325					
Biomass	7,780	7,900					
Solar	43,300	45,929					
Waste	1,850	1,850					
Total renewables	119,963	125,844					
Other	4,629	4,629					
Total capacity (MW)	216,028	219,683					

Cena akcií ČEZ zaostává za vývojem ceny elektřiny.

Přestože se změna cen silové elektřiny promítá do finančních výsledků ČEZ kvůli zajišťování prodejních cen s prodlevou, akcie společnosti historicky výrazně korelovaly s aktuálním vývojem cen silové elektřiny. V poslední době je patrná určitá divergence, což si vysvětlujeme obavami a nedávnými diskuzemi ohledně výstavby nového jaderného zdroje. Dle nás ale aktuální cena akcií ČEZ přehnaně moc reflektuje toto riziko vzhledem k odložení rozhodnutí o několika letech do budoucna. Jistou měrou se na tomto vývoji mohlo také promítnout převrstvování portfolií u pasivních investorů na základě rebalancingu indexů MSCI ve prospěch vyšší váhy jiných rozvíjejících se trhů. Věříme, že i tento faktor je z drtivé většiny v cenách již zakomponován. Očekáváme tak, že se korelace cen akcií ČEZ a elektřiny opět obnoví.

Vývoj akcií ČEZ vs. ceny elektřiny v Německu



Zdroj: Bloomberg

Hospodaření společnosti

Nová strategie

Představenstvo společnosti přestavilo novou strategii firmy. Ta vychází z následujících bodů:

- (a) geografické zaměření:
 - silnější zaměření na domácí trh,
 - regionální nabídka v segmentu energetických služeb (ESCO) zejména v Německu,
 - odchod z neperspektivních trhů a segmentů energetiky (Bulharsko, Rumunsko, Turecko, uhelné elektrárny v Polsku),
- (b) rozvíjené segmenty:
 - elektřina, plyn a služby s přidanou hodnotou na domácím trhu,
 - obnovitelné zdroje i tradiční energetika na domácím trhu,
 - decentralní energetika v celém regionu,
- (c) akvizice:
 - plánované další akvizice v ESCO segmentu, v ČR i v zahraničí.

Management mezi hlavními prioritami uvedl: (i) efektivní provoz, optimální využití a rozvoj výrobního portfolia, (ii) moderní distribuce a péče o energetické potřeby zákazníků, (iii) rozvoj nové energetiky v České republice a (iv) rozvoj energetických služeb v Evropě.

Změna strategie je dle nás vcelku logická vzhledem k tomu, jak neúspěšné projekty byly v jižní a východní Evropě. Zamýšlená aktiva k prodeji vloni vygenerovala EBITDA ve výši zhruba 5 mld. CZK. Tento výpadek pomohou nahradit dle managementu vyšší realizované ceny a investice do obnovitelných zdrojů v České republice. Otázkou je, jak rychle bude ČEZ schopen aktiva prodat, na druhou stranu není tlačěn k tomu, aby prodával za každou cenu. Nejrozpracovanější je zatím prodej bulharských společností, v Rumunsku management eviduje zájem některých uchazečů. Turecko se snaží prodat již dlouhodobě, ale vzhledem k politické situaci a nestabilitě turecké liry tamní aktiva nejsou příliš atraktivní.

Největší otazník stále visí nad výstavbou nového jaderného zdroje v ČR. V nejbližších letech se však žádného rozhodnutí nedočkáme. S tím jsou spojené i minimální kapitálové investice, které by v počátečních přípravách v následujících letech měly činit pouze zhruba 3 mld. CZK. I z tohoto důvodu si myslíme, že současná cena akcie stále zbytečně moc reflektuje riziko financování nerentabilního projektu, protože v konečné fázi za mnoho let se může jednat o ekonomicky přijatelnější varianty, jak nahradit dosluhující jaderné zdroje.

Letošní rok

Management stanovil cíl pro letošní celoroční EBITDA v rozmezí 57 až 59 mld. CZK a očištěný čistý zisk v pásmu 17 až 19 mld. CZK. Naše odhady počítají s naplněním tohoto výhledu. Očekáváme nárůst vyrobené elektřiny o vysokých 9 % k téměř 69 TWh, k čemuž by měly přispět prakticky všechny zdroje. Jaderné elektrárny by měly vyrábět poblíž svého maxima (31,2 TWh), uhelné by se měly přiblížit k 30TWh hranici a velké navýšení výroby očekáváme u paroplynové elektrárny v Počradech. V meziročním srovnání rovněž čekáme výrazně vyšší ceny elektřiny, a to o zhruba 20 %. Ty by se měly v menší míře projevit i na růstu tržeb v segmentech distribuce a prodej. Na provozní úrovni v těchto segmentech očekáváme mírný nárůst distribuovaného a prodaného objemu elektřiny koncovým zákazníkům. Celkové tržby za skupinu ČEZ odhadujeme

EBITDA i čistý zisk by měly naplnit výhled stanovený managementem.

o zhruba 13 % výše v porovnání s loňským rokem a měly by přesáhnout 208 mld. CZK. EBITDA by mohla dle našich odhadů činit 58,3 mld. CZK a očištěný čistý zisk 19,0 mld. CZK.

Odhady KB letošních výsledků ČEZ

mld. Kč	2018	2019e	změna
Tržby	184,5	208,1	12,8 %
EBITDA	49,5	58,3	17,7 %
Provozní zisk	19,8	29,1	47,2 %
Čistý zisk	10,5	18,5	76,5 %
Upravený čistý zisk	13,1	19,0	45,3 %

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Jednorázové vlivy pro letošní rok

Prodej bulharských aktiv ovlivní především cash flow, na zisk bude mít pouze minimální vliv.

V naší analýze s žádným jednorázovým vlivem nepočítáme. Nicméně jedním z nejpravděpodobnějších je příjem za prodej balíku bulharských společností, jehož nejhodnotnější aktivem je distribuční CEZ Razpredelenie. ČEZ drží v těchto firmách 67% podíl. Původní jednání se společností Inercom byla ukončena, kde byla dohodnuta cena transakce ve výši 326 mil. EUR (tj. 8,4 mld. CZK). Exkluzivitu v dalším vyjednávání nyní obdržela bulharská investiční skupina Eurohold. Účetní hodnota prodáváných aktiv po odečtení souvisejících závazků činila ke konci března 2019 11,6 mld. CZK. Vezmeme-li tedy v potaz dvoutřetinový podíl, dopad do čistého zisku nebude nikterak zásadní.

Spor se SŽDC nabírá opačný směr.

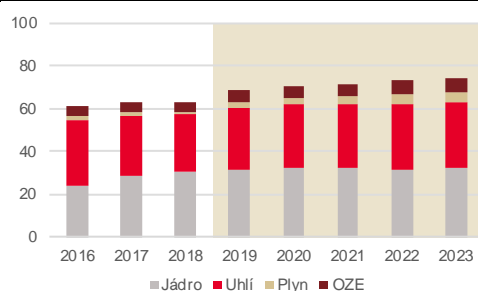
Dalším jednorázovým faktorem je probíhající spor se SŽDC o náhradě za neodebraný proud. ČEZ již získal 1,14 mld. CZK za rok 2010 a podobný spor vede společnost i za rok 2011, kdy se domáhá 1,2 mld. CZK. Nicméně Vrchní soud potvrdil rozsudek pražského městského soudu o tom, že ČEZ nemá nárok na tuto náhradu. Firmě tak reálně hrozí, že namísto požadované částky za rok 2011 bude muset nakonec SŽDC vrátit již uhrazenou platbu za rok 2010.

Dlouhodobé odhady

Výroba z uhlí v dlouhodobém horizontu výrazně poklesne.

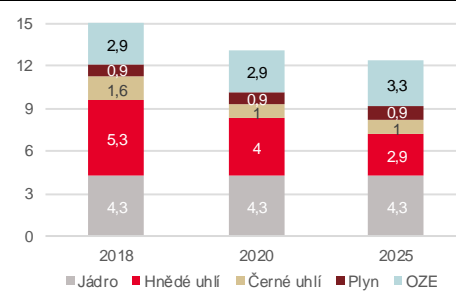
V dlouhodobém horizontu očekáváme plné využití jaderných elektráren s odstávkami pouze na úrovni nezbytné pro výměnu paliva a pravidelné opravy. Předpokládáme, že výroba v jaderných zdrojích se bude v následujících letech pohybovat v rozmezí 31 až 32 TWh. Potenciální rozšiřování jaderných zdrojů vzhledem k velké míře nejistoty v naší analýze nezohledňujeme. V našich projekcích jsme naopak zohlednili plány společnosti na postupné snižování kapacity uhelných zdrojů. Do roku 2020 společnost očekává snížení kapacity těchto elektráren z 6,9 na 5,0 GW. V roce 2025 by měly být v provozu již elektrárny s výkonem pouze 3,9 GW, poté by měly fungovat jen modernizované závody v Prunéřově, Tušimicích a Ledvicích. U prvních dvou se očekává jejich životnost 25 let, Ledvice by měly být v provozu až 40 let. Hlavní pokles výrobní kapacity je tak plánován u nerekonstruovaných zdrojů bez dostupnosti vlastního uhlí. Přesto ale v horizontu následujících pěti let nečekáme významné snížení vyrobeného množství elektřiny z uhlí, když předpokládáme, že moderní zdroje budou postupně zvyšovat výrobu k plné kapacitě s tím, jak budou nahrazovat postupně zavírané elektrárny. Instalovaný výkon plynových a přečerpávacích elektráren očekáváme dlouhodobě nezměněný okolo 0,9 GW, respektive 1,2 GW. Výroba z obnovitelných zdrojů by měla nabírat na významu. Jejich kapacita je v současné době 1,7 GW a ČEZ ve svých dlouhodobých výhledech uvádí pro rok 2025 2,1 GW.

Výroba elektřiny ČEZ (TWh)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Plánovaný vývoj mixu výrobní kapacity (GW)



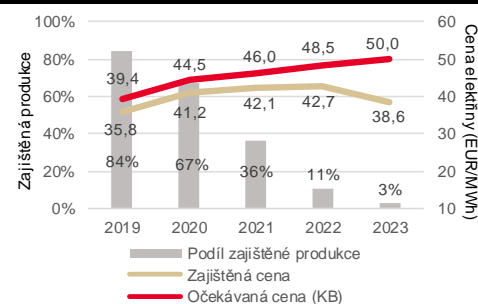
Zdroj: ČEZ

Pozitivní dopad vyšších realizačních cen bude v ziskovosti firmy cítit zejména letos a příští rok.

Realizační ceny porostou

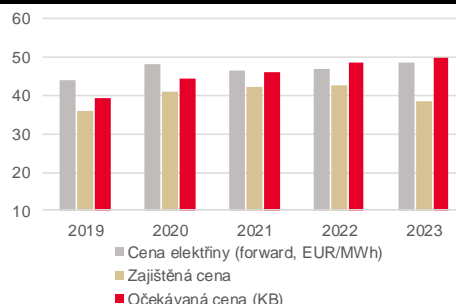
Cena německé elektřiny, s kterou cena české elektřiny blízce koreluje, od začátku roku 2018 vystoupala z 37 EUR/MWh na současných 46 EUR/MWh, přičemž v druhé polovině loňského roku se dostala dokonce i přes hranici 55 EUR/MWh (průměrná cena za rok 2018 43,9 EUR/MWh, letos 48,1 EUR/MWh).⁵ ČEZ podle našich odhadů vloni prodával elektřinu přibližně za 33 EUR/MWh, pro letošní rok předpokládáme cenu přes 39 EUR/MWh. Pro příští rok měla společnost ke konci března zajištěny dodávky ze dvou třetin za průměrnou cenu 41,2 EUR/MWh.⁶ Celkovou průměrnou cenu včetně prodeje sezónních a špičkových produktů odhadujeme pro následující rok pod hranici 45 EUR/MWh. V dalších letech by pak měla růst v řádu jednotek procent. Naše predikce cen komodit vychází z forwardových křivek a našich předpokladů vývoje energetického trhu. Kolegové ze Société Générale ve svém posledním reportu předpokládají růst ceny elektřiny v průběhu následujících 12 měsíců až na úroveň převyšující 62 EUR/MWh.⁷ Takový scénář by znamenal další vylepšení našich budoucích odhadů.

Rozsah zajištění prodeje a průměrné ceny



Zdroj: ČEZ

Očekávané vyšší realizační ceny



Zdroj: ČEZ, Bloomberg

V nadcházejících letech by měla EBITDA růst velmi silným tempem.

Prognózy výsledků hospodaření

Naše prognózy jsme upravili v souladu s očekáváním vyšších cen silové elektřiny. Tržby by měly v letošním a příštím roce zaznamenat dvouciferné růsty a přehoupnout se přes 230 mld. CZK. V pětiletém horizontu očekáváme v průměru roční růst o 6,5 %. Loňský rok byl definitivní tečkou za dlouhodobým propadem provozní a čisté ziskovosti. EBITDA by měla postupně vyšplhat až k úrovni 75 mld. CZK v roce 2023, což značí průměrný roční růst o téměř 9 %.

Od roku 2021 ČEZ bude muset nakupovat všechny emisní povolenky.

Od roku 2021 bude muset ČEZ nakupovat všechny emisní povolenky. Nicméně již pro letošní rok má k dispozici volných povolenek zhruba jen na 10 % vyprodukovaných emisí, v příštím

⁵ Jedná se o roční forward.

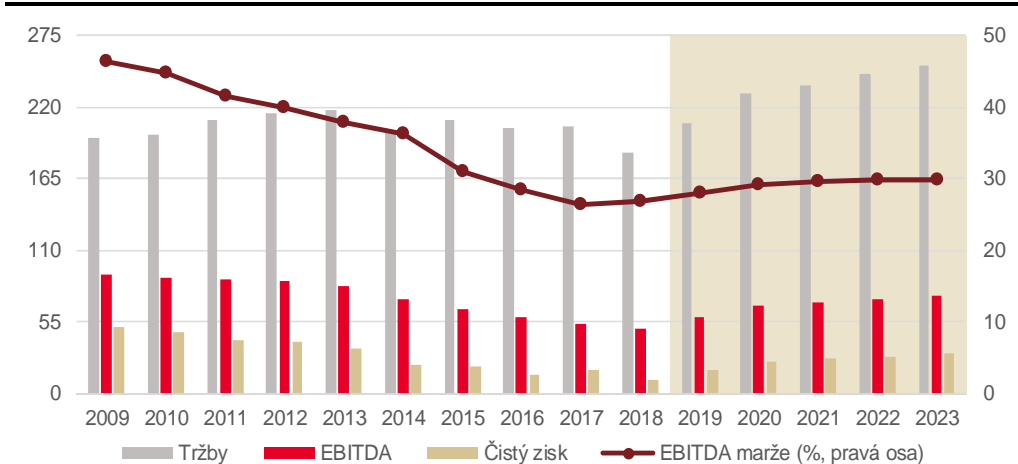
⁶ Jde o průměrnou cenu base load elektřiny. Součástí této ceny nejsou prodeje ve špičkách nebo sezónních.

⁷ Viz publikace Commodities Outlook – Hanging by a thread zveřejněna 4. června 2019 v 16:02 CET

roce volně alokované povolenky pokryjí pouze nižší jednotky procent emisí. Novela zákona o podmínkách obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů upravuje vznik tzv. Modernizačního fondu, do kterého budou začleněny přiřazené emisní povolenky. Peníze tento fond získá právě z prodeje povolenek. Na druhou stranu se ale ČEZ otevírá možnost získat dotace od státu například na investice do obnovitelných zdrojů. My v naší analýze počítáme s plným dopadem nákupu povolenek, jež si ale ČEZ zajišťuje ihned při domlouvání budoucích prodejích elektřiny. Při dodržení zamýšleného výrobního mixu se tak cena povolenky plně promítne v konečné realizační ceně. Možnost získání dotací nijak nezohledňujeme, ale představují do budoucna příležitost pro levnější financování investic.

Do dlouhodobých projekcí nezahrnujeme jednorázové vlivy potenciálních prodejů aktiv v Bulharsku, Rumunsku, Turecku nebo Polsku či uhelné elektrárny Počerady. Rovněž nekalkulujeme v predikcích s výsledky soudních sporů se SŽDC. Čistý zisk by po letošních odhadovaných 18,5 mld. CZK měl za pět let přesáhnout 30 mld. CZK.

Odhady výsledků ČEZ (mld. Kč)



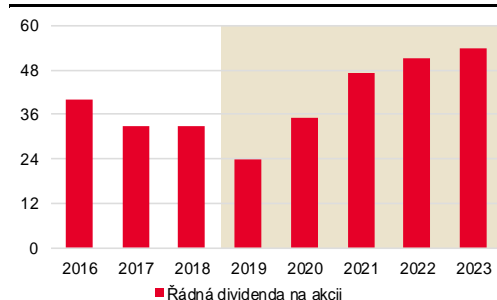
Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Dividendová politika

ČEZ nic nebrání, aby mohl v následujících letech platit dividendu na úrovni 100 % čistého zisku.

Management ČEZ poupravil svoji dividendovou politiku, když zúžil rozmezí pro výplatní poměr na 80 až 100 % z předchozích 60 až 100 % čistého zisku upraveného o jednorázové odpisy majetku a goodwillu. Management pro nadcházející valnou hromadu navrhl vyplatit dividendu z loňského zisku ve výši 24 CZK na akcii, což znamená pokles o 9 CZK. Výplatní poměr tak činí 99 %. Na základě těchto informací a s ohledem na budoucí vývoj investic a zadlužení jsme zvýšili odhady pro budoucí výplatní poměr z původních 80 % na úroveň 100 %. I při štedřejší dividendě bude ČEZ schopen snižovat svoje zadlužení v relaci k EBITDA.

Očekávaná výplata dividendy na akcii (CZK)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

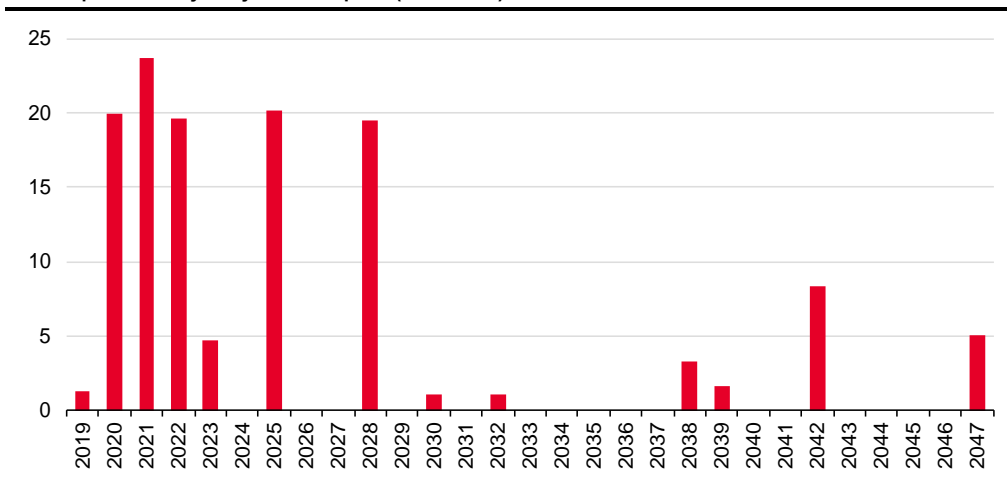
V analýze nepočítáme s žádnou mimořádnou dividendou. Management sice naznačil možnost její výplaty, nicméně není zřejmé, na základě čeho bude stanovena a v jakém horizontu realizována. Dle nás přijde na pořad až v okamžiku, kdy se úspěšně zrealizuje prodej aktiv v jihovýchodní Evropě a proběhne alespoň částečně budoucí refinancování dluhu.

Zadlužení

Refinancování dluhu přinese úspory v úrokových nákladech.

Následující graf zobrazuje profil splatností vydaných dluhopisů. ČEZ do roku 2023 čeká refinancování dluhu v objemu téměř 70 mld. CZK, což je více jak polovina v současnosti emitovaných bondů. Vzhledem k tomu, že jde o dluhopisy vydané před 10 lety, lze očekávat, že refinancování dluhu se promítne do nižších úrokových nákladů. Odhadujeme, že by požadovaný kupón nově vydaných dluhopisů mohl být zhruba poloviční ve srovnání se stávajícími cennými papíry. To by celkově dle nás mohlo přinést od roku 2023 roční úspory na úrokových nákladech ve výši 2 mld. CZK. V analýze nepředpokládáme, že by ČEZ výrazně snižoval úroveň svého dluhu. Jeho čistá výše k EBITDA by díky rostoucí ziskovosti měla ale postupně klesat z 3,1násobku na konci 2018 k téměř 2,0násobku v roce 2023.

Profil splatnosti vydaných dluhopisů (mld. CZK)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ocenění

Sektorové srovnání

Ocenění akcií ČEZ z pohledu sektorového srovnání vnímáme neutrálně.

Současné tržní ocenění akcií ČEZ jsme porovnali s vývojem jeho konkurentů v západní i střední Evropě. Z následující tabulky je patrné, že ocenění je mnohem bližší ocenění společností v západní Evropě. Násobky P/E a EV/EBITDA i dividendový výnos pro roky 2019 a 2020 jsou dle nás přiměřeně vysoké vůči konkurentům. Oproti polským energetikám je ocenění podstatně vyšší. Ty jsou však do velké míry obchodovány s určitým diskontem kvůli politickým a regulatorním rizikům. Ve srovnání s celým evropským sektorem se nám jeví ocenění jako neutrální.

Sektorové srovnání

	P/E akt.	P/E 2019	P/E 2020	P/S akt.	P/S 2019	EV/ Sales 2019	EV/ Sales 2020	EV/ EBITDA akt.	EV/ EBITDA 2019	EV/ EBITDA 2020	Div. výnos akt.	Div. výnos 2019	Div. výnos 2020
ČEZ (odhad KB)	25,3	15,2	11,4	1,5	1,4	2,1	1,9	7,1	7,6	6,6	5,3	4,4	6,5
ČEZ (konsensus)	25,3	16,1	13,6	1,5	1,4	1,8	1,7	7,1	6,5	6,1	5,3	6,1	7,4
EDP - Energias de Portugal SA	23,9	15,5	14,3	0,8	0,6	2,2	2,1	10,3	8,9	8,5	5,6	5,8	6,1
E.ON SE	9,3	14,2	13,6	0,7	n/a	0,9	0,5	6,6	5,8	4,3	4,4	4,8	5,9
Electricite de France SA	30,7	17,7	13,3	0,5	n/a	1,0	0,9	3,8	4,3	3,9	2,4	3,9	4,2
Endesa SA	17,5	16,3	15,9	1,2	n/a	1,5	1,4	8,3	8,3	8,2	n/a	6,4	7,2
Enel SpA	12,3	12,6	11,5	0,8	n/a	1,6	1,5	7,9	7,1	6,8	5,6	5,8	6,3
Engie SA	12,3	12,5	11,2	0,5	n/a	0,9	0,9	7,9	6,0	5,6	8,5	6,2	7,0
EVN AG	15,1	12,8	11,4	1,1	1,1	1,6	1,6	7,6	6,8	6,2	3,5	3,6	3,7
Fortum OYJ	21,8	15,3	13,2	3,2	n/a	4,0	3,9	14,2	13,4	12,2	5,7	5,7	6,2
Iberdrola SA	17,9	17,1	15,9	1,6	n/a	2,7	2,5	10,0	10,0	9,3	4,0	4,4	4,8
Innogy SE	n/a	26,9	24,4	0,7	0,6	1,1	1,1	11,0	10,5	10,2	2,9	3,6	3,6
RWE AG	n/a	22,3	13,3	1,1	0,3	1,4	1,2	28,2	12,4	5,8	0,7	4,3	4,7
Verbund AG	32,9	29,7	22,6	5,2	4,8	5,6	5,1	17,7	15,8	13,1	1,4	1,7	3,0
MEDIÁN západní Evropa	17,5	16,3	13,3	1,1	0,9	1,5	1,4	8,3	8,3	6,8	3,8	4,4	4,8
PGE Polska Grupa Energetyczna	14,7	6,8	6,7	0,6	0,5	0,9	0,8	5,0	4,0	3,9	n/a	2,9	6,5
Energa SA	4,7	4,1	4,1	0,3	0,3	0,8	0,7	4,3	4,1	4,0	0,0	0,0	0,0
Enea SA	5,3	3,7	3,5	0,3	0,2	0,7	0,6	4,2	3,6	3,4	0,0	0,0	0,0
Tauron Polska Energia SA	28,4	2,3	2,3	0,1	0,1	0,7	0,7	6,4	4,2	4,0	0,0	0,0	4,6
MEDIÁN střední Evropa	10,0	3,9	3,8	0,3	0,3	0,8	0,7	4,6	4,1	4,0	0,0	0,0	2,3
SEKTOROVÝ MEDIÁN	16,3	14,7	13,3	0,8	0,5	1,3	1,1	7,9	6,9	6,0	3,2	4,1	4,8
ČEZ vs. sektor (konsensus)	55%	9%	2%	103%	171%	44%	52%	-10%	-6%	2%	67%	50%	56%
ČEZ vs. sektor (odhad KB)	55%	3%	-14%	103%	171%	68%	68%	-10%	9%	10%	67%	9%	36%

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili model DCF a stanovili jsme cílovou cenu na 717 CZK na akcii.

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2023, jehož hlavní parametry a výstupy ukazuje tabulka na následující straně. Na základě našeho modelu odhadujeme fair value akcií společnosti na 696 CZK na akcii. Pro určení cílové ceny zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 až 130 % fair value.

■ **Sektorová atraktivita (+3 %):** Société Générale nově doporučuje nadvazovat sektor utilit kvůli zajímavému dividendovému výnosu a nízké expozici vůči ekonomickému vývoji.⁸ Zvýšíme tak tento faktor na +3 %.

■ **Atraktivita společnosti (0 %):** Akcie nabízí zajímavý dividendový výnos. 100% výplatní poměr je dle nás udržitelný vzhledem k tomu, že investice spojené s výstavbou nového jaderného zdroje budou ve větším realizovány nejdříve v horizontu 10 let. Na druhou stranu

⁸ Analýza Société Générale: The Big Picture – Buckle up, zveřejněna 3. června 2019 v 17:37 CET

atraktivitu akcií do jisté míry může snižovat fakt, že společnost je aktivní jak v oblasti „čisté“, tak „špinavé“ energetiky. Šance na transformaci firmy jsou v současné době minimální.

■ **Spekulativní potenciál (0 %):** Akcie se dle nás v současnosti obchodují na srovnatelných nárocích se západoevropskými konkurenty.

Za pomoci výše uvedených parametrů jsme zvýšili cílovou cenu pro akcie ČEZ na 717 CZK (fair value plus 3 %). Hlavním důvodem je pozitivní dopad vyšších cen elektřiny na odhadovanou ziskovost firmy a tvorbu cash flow a změna ve vnímání sektoru, který jsme v minulé analýze doporučovali podvažovat.

Ocenění akcií ČEZ

	2019	2020	2021	2022	2023	LT
Kalkulace požadované úrokové míry						
bezriziková úroková míra	2,0%	2,1%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
beta	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94
akciová riziková přírážka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
riziková přírážka země	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
náklady vlastního kapitálu	8,6%	8,7%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
váhu dluhu	37,6%	36,8%	37,0%	37,1%	37,3%	37,3%
náklady dluhu (po dani)	3,2%	3,2%	3,0%	2,9%	2,8%	2,8%
WACC	6,6%	6,7%	7,4%	7,3%	7,3%	7,3%
Model diskontovaných cash flow (mld. CZK)						
EBITDA	58,3	67,0	70,3	73,0	75,3	
Amortizace jaderného paliva	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2	
Zaplacená daň	-4,8	-6,4	-7,0	-7,5	-8,0	
Změna pracovního kapitálu a rezerv	-5,4	-5,0	-5,1	-3,5	-4,9	
Kapitálové investice	-35,9	-35,2	-35,9	-32,4	-34,0	
FCFF	16,3	24,5	26,5	33,8	32,7	
price / free cash flow	17,8	11,8	10,9	8,5	8,8	
Současná hodnota of FCFF	15,6	22,1	22,3	26,5	23,8	
Současná hodnota FCFF do roku 2023	110,3					
Současná hodnota FCFF po roce 2023	459,9					
Čistý dluh	147,9					
Rezervy (jádro, doly, skládky)	54,1					
Finanční investice	5,2					
Investice v joint ventures	3,4					
Podíl minorit	4,2					
Odhad hodnoty vlastního kapitálu	372,5					
Fair value (CZK na akcii)	696					
Cílová cena (CZK na akcii)	717					

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Následující tabulka ukazuje citlivost naší cílové ceny na změnu klíčových parametrů, kterými jsou diskontní sazba, dlouhodobá míra růstu v našem modelu a prognózy cen elektřiny v EUR/MWh.

Citlivost cílové ceny na změnu parametrů

Dlouhodobý růst						Dlouhodobý růst cen elektřiny							
WACC		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	Fwd ceny		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
	6,3%	753	854	979	1137	1344		-2€	649	658	666	675	683
	6,8%	652	735	834	957	1113		-1€	674	683	692	700	709
	7,3%	568	636	717	815	936		+0€	699	708	717	726	735
	7,8%	496	553	620	700	796		+1€	724	733	742	751	760
	8,3%	435	483	539	605	683		+2€	749	758	768	777	786

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Hlavní rizika

- **Ceny elektřiny** – Ceny akcií ČEZ jsou výrazně ovlivněny vývojem cen elektřiny na evropských trzích. Významné odchýlení cen německé elektřiny od našich prognóz může způsobit odlišný vývoj zisků ČEZ, než nyní předpokládáme.
- **Výrobní mix** – V následujících letech počítáme s maximálním využitím jaderných elektráren do výroby elektřiny. To má dopady na vývoj ziskových marží. Pokud by došlo k delším odstávkám jaderných bloků, podepsalo by se to na nižších maržích.
- **Obnova výrobního portfolia** – ČEZ vesměs dokončil modernizaci svých uhelných elektráren. Největšími investičními projekty jsou v současnosti nová teplárna a modernizace distribuce. Zbytek vynaložených prostředků v následujících letech je součástí běžných investic. V plánech společnosti ani našich prognózách není zahrnuto rozšíření českých jaderných elektráren. Provedení takové investice bez státní garance by při aktuálních prognózách budoucích cen elektřiny mohlo mít silně negativní dopad na naše ocenění.
- **Regulace** – Energetický sektor je sužován přísnou regulací a v některých zemích i pod politickým a veřejným nátlakem. Nepříznivý vývoj regulatorního prostředí a významné zásahy státu do regulace v balkánských zemích, ze kterých se společnost snaží odejít, jsou příkladem výrazných regulatorních a politických rizik, která mohou významně ovlivnit hospodářské výsledky společnosti. Velkým rizikem je i potenciální omezování podpory výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů. Příkladem zde může být podpora solárních elektráren v ČR, přiděl zelených certifikátů v Rumunsku nebo přísnější pravidla pro výstavbu větrných parků v Polsku.
- **Vývoj měnových kurzů** – Přestože je společnost proti výkyvům kurzu EUR/CZK z velké části přirozeně zajištěna, silnější než očekávané posílení české koruny oproti euru by pro ČEZ bylo negativní. Dopad na ceny elektřiny (české ceny jsou odvozeny od eurových německých cen) by mohl převážit nad ziskem ze snížení hodnoty eurového dluhu. Oslabování turecké liry vůči americkému dolaru vede k poklesu zisku z přidružených a společných podniků a nárůstu finančních závazků z titulu poskytnuté garance na úvěr turecké společnosti AkCEZ až do výše zhruba 2,6 mld. CZK
- **Akvizice** – Případné akvizice nejsou zahrnuty v našich prognózách. Mezi hlavní možné dopady patří zvýšení konsolidovaných zisků ČEZ, ale i značné zvýšení čistého dluhu. Velké akvizice mohou mít pozitivní i negativní vliv na naši cílovou cenu a doporučení v závislosti na parametrech transakce.
- **Daňová reforma** – Čas od času se objevují návrhy politiků na vyšší zdanění velkých společností. V současné době vláda diskutuje vznik rozvojového fondu, do kterého by měly ale přispívat pouze banky. Hovoří se i o zdanění technických rezerv pojišťoven. Dodatečné zdanění energetických firem nyní na stole není. Nicméně uvalení sektorové daně by způsobilo nižší čistý zisk, což by se odrazilo na nižší výplatě dividend.

Finanční údaje ČEZ

mil. CZK	2016	2017	2018	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT								
Tržby	203 744	205 092	184 486	208 119	230 317	237 017	244 779	251 744
Materiálové náklady	-105 806	-127 126	-105 564	-119 096	-130 229	-132 222	-135 832	-139 066
Mzdové náklady	-19 158	-22 086	-25 620	-27 926	-29 601	-30 785	-32 017	-33 297
Ostatní náklady	-15 123	-1 938	-4 213	-2 798	-3 464	-3 665	-3 897	-4 106
EBITDA	58 082	53 921	49 535	58 300	67 023	70 345	73 033	75 275
Odpisy	-32 092	-29 535	-29 905	-29 220	-30 441	-31 312	-32 076	-32 472
Provozní zisk	26 114	25 620	19 759	29 079	36 582	39 033	40 956	42 804
Úrokové výnosy	303	235	315	440	365	387	392	398
Úrokové náklady	-2 762	-3 761	-5 177	-5 269	-4 529	-4 021	-3 679	-3 181
Ostatní finanční výnosy	-1 494	-1 618	-1 800	-1 875	-2 150	-2 291	-2 410	-2 551
Ostatní finanční náklady	-2 733	2 277	420	500	500	500	500	500
Zisk před zdaněním	19 428	22 753	13 517	22 874	30 769	33 608	35 760	37 969
Daň z příjmu	-4 753	-3 794	-3 017	-4 346	-5 846	-6 386	-6 794	-7 214
Čistý zisk	14 575	18 959	10 500	18 528	24 923	27 223	28 965	30 755
Odpisy majetku	-5 065	-1 741	-2 600	-500	-500	-500	-500	-500
Očištěný čistý zisk	19 640	20 700	13 100	19 028	25 423	27 723	29 465	31 255

ROZVAHA								
Základní kapitál	49 553	49 722	50 265	50 265	50 265	50 265	50 265	50 265
Nerozdělený zisk	207 259	200 296	184 456	190 145	196 343	198 422	200 103	201 970
Vlastní kapitál	256 812	250 018	234 721	240 410	246 608	248 687	250 368	252 235
Dlouhodobý dluh	142 265	132 475	142 440	143 864	143 145	142 429	141 717	141 009
Ostatní dlouhodobé závazky	3 957	3 335	31	31	31	31	31	31
Investovaný kapitál	403 034	385 828	377 192	384 305	389 784	391 147	392 117	393 274
Dlouhodobá aktiva	426 895	428 019	415 908	419 815	424 000	427 912	431 735	435 780
Nehmotná dlouhodobá aktiva	21 983	26 804	31 127	28 598	30 068	31 538	33 009	34 479
Finanční investice	96 313	74 961	142 943	100 225	101 193	102 172	103 160	104 856
Hotovost a krátkodobé cenné papíry	11 226	12 623	7 278	14 605	15 086	12 087	9 333	6 193
Zásoby	12 474	18 716	26 458	29 188	29 493	30 083	29 891	29 901
Pohledávky	50 184	53 027	73 855	81 462	89 338	94 490	98 871	103 708
Ostatní aktiva	9 411	9 756	9 874	10 170	10 272	10 580	10 897	11 224
Krátkodobý dluh	27 737	21 832	18 526	18 274	18 598	18 412	18 228	18 046
Obchodní závazky	46 656	48 263	63 346	64 608	66 539	67 201	67 871	68 547
Rezervy	86 573	93 284	92 497	99 800	105 185	111 571	116 960	123 350
Ostatní závazky	64 486	74 699	155 882	117 076	119 344	120 530	121 720	122 925
Investovaný kapitál	403 034	385 828	377 192	384 305	389 784	391 147	392 117	393 274
Celková aktiva	628 486	623 906	707 443	684 063	699 450	708 863	716 895	726 142

CASH FLOW								
Zisk před zdaněním	19 328	22 753	13 517	22 874	30 769	33 608	35 760	37 969
Odpisy	28 978	29 305	28 139	28 720	29 941	30 812	31 576	31 972
Amortizace jaderného paliva	3 158	3 725	4 027	4 067	4 108	4 149	4 191	4 232
Ostatní nepeněžní operace	7 136	2 565	7 986	5 017	4 363	3 583	3 236	2 734
Změna pracovního kapitálu	-1 421	-5 524	-10 396	-5 788	-5 422	-5 208	-3 660	-5 015
Placené daně	-6 689	-4 207	-3 327	-4 793	-6 447	-7 042	-7 492	-7 955
Čisté placené úroky	-2 183	-3 286	-4 777	-4 829	-4 164	-3 634	-3 286	-2 783
Přijaté dividendy	646	481	182	182	182	182	182	182
Provozní cash flow	48 953	45 812	35 351	45 451	53 330	56 451	60 506	61 336
Cash flow z investiční aktivity	-34 571	-20 212	-25 901	-35 905	-35 179	-35 869	-32 365	-34 003
Placené dividendy	-21 333	-17 859	-17 613	-12 839	-18 724	-25 144	-27 284	-28 889
Cashflow s finanční aktivity	-16 638	-24 203	-14 795	-2 219	-17 671	-23 581	-30 896	-30 473
Změna v hotovosti	-2 256	1 397	-5 345	7 327	481	-2 999	-2 754	-3 140

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Finanční údaje ČEZ

	2016	2017	2018	2019f	2020f	2021f	2022f	2023f
POMĚRY (%)								
EBITDA marže	28,5	26,3	26,9	28,0	29,1	29,7	29,8	29,9
Provozní marže	12,8	12,5	10,7	14,0	15,9	16,5	16,7	17,0
Hrubá marže	9,5	11,1	7,3	11,0	13,4	14,2	14,6	15,1
Čistá marže (upr.)	9,6	10,1	7,1	9,1	11,0	11,7	12,0	12,4
Úrokové krytí (x)	10,6	7,3	4,1	4,1	8,8	10,7	12,5	15,4
Čistý zisk / vlastní kapitál (x)	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Čistý dluh / EBITDA (x)	2,7	2,6	3,1	2,5	2,2	2,1	2,1	2,0
ROE	7,5	8,2	5,4	8,0	10,4	11,2	11,8	12,4
ROA	3,2	3,3	2,0	2,7	3,7	3,9	4,1	4,3
ROCE	4,8	5,2	3,4	5,0	6,6	7,1	7,5	8,0
Dividendový výplatní poměr	77,8	90,4	85,8	98,6	99,0	99,5	99,0	98,6
ÚDAJE NA AKCII (CZK)								
Čistý zisk (upr.)	36,8	38,7	24,5	35,6	47,5	51,8	55,1	58,4
Vlastní kapitál	480,7	467,9	438,7	449,4	461,0	464,9	468,0	471,5
Volný cash flow	34,4	53,9	31,2	30,4	45,7	49,5	63,3	61,1
Hrubá dividendy	40,0	33,0	33,0	24,0	35,0	47,0	51,0	54,0
TRŽNÍ OCENĚNÍ								
P/E (x)	11,7	12,8	21,8	15,2	11,4	10,4	9,8	9,2
Price/Operating cash flow (x)	4,0	5,0	6,6	5,3	4,5	4,3	4,1	4,0
Price/free cash flow (x)	12,5	9,2	17,1	17,8	11,8	10,9	8,5	8,8
Price/book value (x)	0,9	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Price/sales (x)	1,1	1,3	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1
Dividendový výnos (%)	9,3	6,6	6,2	4,4	6,5	8,7	9,4	10,0
EV/revenues (x)	1,9	2,0	2,4	2,1	1,9	1,9	1,8	1,8
EV/EBITDA (x)	6,8	7,6	9,0	7,6	6,6	6,3	6,1	5,9
EV/IC (x)	1,0	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz



Ekonomové
Viktor Zeisel
(420) 222 008 523
viktor_zeisel@kb.cz



Akcioví analytici
Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz



Monika Junicke
(420) 222 008 509
monika_junicke@kb.cz



Jiří Kostka
(420) 222 008 560
jiri_kostka@kb.cz



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz



František Táborský
(420) 222 008 598
frantisek_taborsky@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

Hlavní ekonom SG Poland



Jaroslaw Janacki
(48) 225 284 162
jaroslaw.janacki@sgcib.com



Hlavní ekonom Rosbank
Evgeny Koshelev
(7) 495 725 5637
evgeny_koshelev@rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG



Florian Libocor
(40) 213 016 869
florian.libocor@brd.ro



Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG
Carmen Lipara
(40) 213 014 370
carmen.lipara@brd.ro

Ekonom
Ioan Mincu
(40) 213 014 472
george.mincu-radulescu@brd.ro



Akcioví analytici
Laura Simion, CFA
(40) 213 014 370
laura.simion@brd.ro

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky



Klaus Baader
(852) 2166 4095
klaus.baader@sgcib.com



Eurozóna
Michel Martinez
(33) 1 4213 3421
michel.martinez@sgcib.com



Anatoli Annenkov
(44) 20 7762 4676
anatoli.annenkov@sgcib.com



Yvan Mamalet
(44) 20 7762 5665
yvan.mamalet@sgcib.com



Velká Británie
Brian Hilliard
(44) 20 7676 7165
brian.hilliard@sgcib.com



Severní Amerika
Stephen Gallagher
(212) 278 4496
stephen.gallagher@sgcib.com



Omair Sharif
(1) 212 278 48 29
omair.sharif@sgcib.com



Latinská Amerika
Dev Ashish
(91) 80 2802 4381
dev.ashish@socgen.com



Indie
Kunal Kumar Kundu
(91) 80 6716 8266
kunal.kundu@sgcib.com



Čína
Wei Yao
(33) 1 57 29 69 60
wei.yao@sgcib.com



Japonsko
Takuji Aida
(81) 3-6777-8063
takuji.aida@sgcib.com



Arata Oto
(81) 3 6777 8064
arata.oto@sgcib.com



Korea
Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@sgcib.com

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



Brigitte Richard-Hidden
(33) 1 42 13 78 46
brigitte.richard-hidden@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



Guy Stear
(33) 1 41 13 63 99
guy.stear@sgcib.com

Fixed Income



Adam Kurpiel
(33) 1 42 13 63 42
adam.kurpiel@sgcib.com



Bruno Braizinha
(1) 212 278 5296
bruno.braizinha@sgcib.com



Jean-David Ciotteau
(33) 1 42 13 72 52
jean-david.ciotteau@sgcib.com



Cristina Costa
(33) 1 58 98 51 71
cristina.costa@sgcib.com

Vedoucí strategie sazeb pro Evropu



Jorge Garayo
(44) 20 7676 7404
jorge.garayo@sgcib.com



Ciaran O'Hagan
(33) 1 42 13 58 60
ciaran.ohagan@sgcib.com



Shakeeb Hulikatti
(91) 80 2802 4380
shakeeb.hulikatti@sgcib.com



Vedoucí strategie sazeb pro USA

Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com



Jason Simpson
(44) 20 7676 7580
jason.simpson@sgcib.com



Marc-Henri Thoumin
(44) 20 7676 7770
marc-henri.thoumin@sgcib.com



Kevin Ferret
(44) 20 7676 7073
kevin.ferret@sgcib.com

Měnové kurzy



Kit Juckes
(44) 20 7676 7972
kit.juckes@sgcib.com



Měnové deriváty
Olivier Korber
(33) 1 42 13 32 88
olivier.korber@sgcib.com



Alvin T. Tan
(44) 20 7676 7971
alvin-t.tan@sgcib.com

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



Jason Daw
(65) 6326 7890
jason.daw@sgcib.com



Régis Chatellier
(44) 20 7676 7354
regis.chatellier@sgcib.com



Phoenix Kalen
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@sgcib.com



Kiyong Seong
(852) 2166 4658
kiyong.seong@sgcib.com



Marek Dřimal
(44) 20 7550 2395
marek.dřimal@sgcib.com



Bertrand Delgado
+1 212 278 6918
bertrand.delgado-calderon@sgcib.com

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkreslený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícimu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>

Přehled doporučení vydaných KB a vztahy s jednotlivými emitenty

	Avast	CME	ČEZ	Fortuna	Kofola	MONETA Money Bank	O2 CR	PFNon-wovens	Philip Morris CR	Vienna Insurance
Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů										
Doporučení	koupit	koupit	koupit	konec	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit	koupit
Cílová cena	GBP 342	USD 5,2	CZK 717	pokrývání	CZK 484	CZK 97	CZK 298	CZK 924	CZK 18308	EUR 27
Datum	15.6.2018	28.3.2019	10.6.2019	9.5.2018	26.9.2018	7.3.2019	12.12.2018	1.4.2019	3.12.2018	11.9.2018
Cena v den publikace	GBP 214	USD 3,8	CZK 536	CZK 206	CZK 282	CZK 79,9	CZK 239	CZK 782	CZK 14800	EUR 23,2
Investiční horizont	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců	12 měsíců
Autor	J. Kostka	J. Kostka	M. Frayer	J. Kostka	J. Kostka	M. Frayer	M. Frayer	M. Frayer	J. Kostka	M. Frayer
Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)										
Doporučení		koupit	koupit	prodat		koupit	držet	držet	koupit	koupit
Cílová cena		USD 5	CZK 620	CZK 198		CZK 93	CZK 270	CZK 924	CZK 17546	EUR 26
Datum		27.7.2017	11.6.2018	4.1.2018		6.3.2018	18.9.2017	26.10.2018	22.8.2017	3.3.2017
Doporučení		koupit	koupit	koupit		koupit	držet	v revizi	držet	
Cílová cena		USD 4,2	CZK 542	CZK 198		CZK 90	CZK 267	v revizi	CZK 13500	
Datum		27.4.2017	20.9.2017	30.11.2017		17.8.2017	31.1.2017	17.5.2018	25.5.2017	
Doporučení		koupit		v revizi		koupit	koupit	prodat	koupit	
Cílová cena		USD 3,7		v revizi		CZK 95	CZK 267	CZK 876	CZK 13500	
Datum		10.3.2017		9.11.2017		9.6.2017	9.12.2016	13.9.2017	13.6.2016	
Doporučení				držet			držet	prodat		
Cílová cena				CZK 128			CZK 260	CZK 876		
Datum				12.6.2017			22.3.2016	13.9.2017		
Metody ocenění	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF	DFCF DDM ERM	DFCF DDM	DFCF	DDM	DDM ERM
Četnost doporučení	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně	2x ročně
Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Významný finanční zájem osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi	ne	ne	ne	ne	ne	ne*	ne	ne	ne	ne
Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty										
Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem	Komerční banka může mít s emitenty uzavřenu smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny.									
Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
KB market making pro tituly příslušného emitenta	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne

Pozn.: DFCF – Model diskontovaného volného cash flow, DDM – Dividendový diskontní model, ERM – Excess return model

* Autor investičního doporučení vlastní 635 ks akcií emitenta Moneta Money Bank. Autor není oprávněn nabývat další akcie žádného emitenta zde uvedeného.

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Do uvedeného přehledu nezahrnujeme naše jednorázová krátkodobá doporučení založená na analýzách Sociétés Générale.

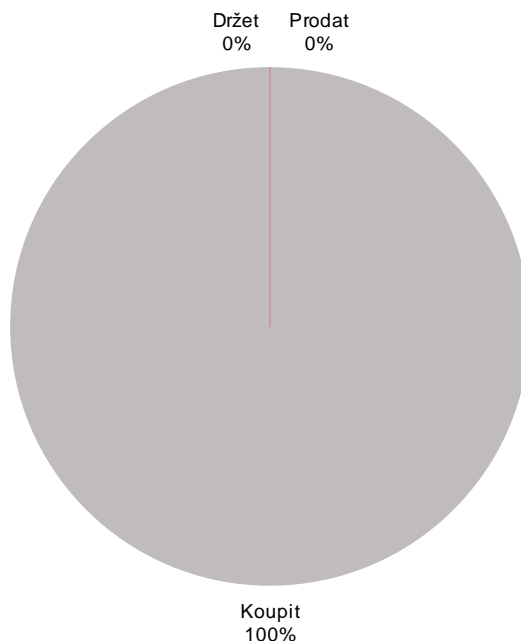
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

Toto doporučení není aktualizováno v pravidelných intervalech. Datum další aktualizace dosud nebylo stanoveno a bude ovlivněno relevantními změnami faktů podstatných pro toto doporučení tak, aby odráželo vývoj společnosti nebo sektoru.

Hlavní metody, které Komerční banka používá pro určení cílové ceny akcií, jsou analýza diskontovaných volných peněžních toků (cash flow) a sektorové srovnání. Další metody mohou být použity, pokud budou analytikem uznány za vhodné (mj. součet oceněných částí, diskontované dividendy, diskont či premie k čisté hodnotě aktiv). Cílová cena je stanovena na období dvanácti měsíců. Komerční banka používá tři stupně investičních doporučení: koupit, držet a prodat. Doporučení je stanoveno na období tří až šesti měsíců. Hlavním faktorem pro určení doporučení je rozdíl mezi aktuální tržní cenou a cenou cílovou vypočítanou analytiky KB. Doporučení zohledňuje také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v období 3-6 měsíců po vydání doporučení. Cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou tak nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců následujících po období prvních 3-6 měsíců od vydání doporučení. Oceňovací metody a klíčové faktory pro určení doporučení jsou vysvětleny v textu každé analýzy.

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (9 doporučení).

Investiční doporučení akciového výzkumu KB



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Doporučení KB Equity Research pro 12měsíční horizont

KOUPIT: odhadovaný celkový výnos ve výši 15 % a více v horizontu následujících 12 měsíců

DRŽET: odhadovaný celkový výnos ve výši 0 až 15 % v horizontu následujících 12 měsíců

PRODAT: odhadovaný celkový výnos nižší než 0 % v horizontu následujících 12 měsíců

Celkový výnos pro akcionáře znamená odhad cenového zhodnocení akcie plus všechny odhadované peněžní dividendy včetně příjmů z mimořádných dividend vyplacených v následujících 12 měsících. Konkrétní doporučení je určeno podle odhadovaného celkového výnosu uvedeného výše v čase zahájení pokrývání akcie nebo změny doporučení. V mezičase může dojít k cenovým pohybům či jiným situacím na trzích, které mohou implikovat jiné doporučení. Takové mezitímní odchylky od původního doporučení jsou možné, ale jsou předmětem revize KB Equity Research.